

DIRITTO SOCIETARIO

## Azioni Sviluppo da valorizzare

Filippo Astone

Scommettere sull'onestà e sulla capacità dell'azionista forte, dandogli il diritto di essere «più uguale degli altri». È questo che, in buona sostanza, il decreto sulla Competitività (91/2014) del governo Renzi si aspetta dagli investitori. Pertanto ha introdotto i principi del voto plurimo e le *loyalty shares* (azioni che diventano "più pesanti" se detenute oltre un intervallo di tempo) nelle società quotate, mutuando una prassi già da tempo consolidata in alcuni Paesi occidentali moderni, fra cui l'Olanda, dove la Fca di Sergio Marchionne si è trasferita anche per questo motivo.

Per il diritto societario italiano è una rivoluzione copernicana: viene meno il principio per cui ogni azione vale un voto. La scommessa sulle virtù della leadership aziendale «più uguale degli altri», però, si può fare anche con un altro strumento, già esistente da tempo, ma finora rimasto, ingiustamente, in ombra: le Azioni Sviluppo, introdotte con il via libera della Consob nel 2008 grazie alla riforma Vietti del diritto societario ed emesse per la prima e (finora) unica volta nel giugno 2014 da Isagro, società quotata con circa 150 milioni di giro d'affari, presieduta da Giorgio Basile e specializzata negli agrofarmaci.

Vale la pena parlarne, perché le Sviluppo hanno alcuni vantaggi che il voto multiplo non offre. Teoricamente, la finalità delle Azioni Sviluppo è la stessa del voto multiplo: incoraggiare gli **azionisti** di medie imprese industriali italiane (nel 60% dei casi rappresentati dalle famiglie fondatrici, per cui il controllo costituisce una ragione di vita) a quotarle in Borsa, acquisendo così capitale per lo sviluppo industriale a costi bassi e nei momenti più opportuni. E senza il timore di perdere il timone della loro creatura. Sia con le Sviluppo, sia con il voto multiplo, il nucleo di controllo di un'impresa quotata può dire l'ultima parola anche senza avere la maggioranza. E può pertanto guidare l'azienda con un orizzonte temporale che rispetta i tempi dell'economia reale. In pratica, il ruolo di un azionista di riferimento chiaramente identificato viene riconosciuto come un valore fondamentale dell'impresa.

Come il voto plurimo, le Sviluppo presentano un alto rischio di estrazione dei benefici privati del controllo. In entrambi i casi, infatti, chi sta sulla plancia di comando può prendere decisioni che lo avvantaggiano a discapito dell'azienda e degli altri **azionisti**. Decisioni come emolumenti per il top management, stock options, compravendite di ramo d'azienda. La storia del capitalismo italiano, fatta anche di salotti buoni e di patti di sindacato non sempre virtuosi, è piena di storie di questo tipo, e sulle pagine di questo giornale Luigi Zingales ha messo fermamente in guardia contro tali eventualità.

A differenza del voto multiplo, però, le Azioni Sviluppo rendono il terreno di gioco più pulito e offrono vantaggi ulteriori a investitori e azienda. Nel caso delle Sviluppo i detentori non hanno alcun diritto di voto in assemblea. Anzi, non possono nemmeno parteciparvi. In questo caso, le regole sono ancora più chiare: gli **azionisti** che le posseggono non contano nulla. E lo sanno fin dall'inizio. A fronte di questa loro rinuncia ricevono però una compensazione economica: il dividendo riservato a loro, quando c'è (e non è garantito automaticamente che ci sia) è maggiorato.

Fin qui, sembrerebbero Azioni di Risparmio. Invece no. A differenza delle Risparmio, le Sviluppo, in caso di Opa o di perdita del controllo da parte del maggior azionista, si trasformano automaticamente in ordinarie e diventano anch'esse, obbligatoriamente, oggetto di Opa. Insomma, la conversione in ordinarie si verifica nel momento in cui diventa economicamente rilevante la distinzione fra titoli ordinari e speciali. Al di fuori dell'Opa, infatti, questa differenza non ha alcuna valenza economica sostanziale.

Il vantaggio per le aziende consiste invece nella possibilità di varare, attraverso le Sviluppo, aumenti di capitale con maggiore facilità, perché non vi è alcun effetto diluitivo sui titoli già quotati. Quindi, a differenza degli aumenti di capitale emessi in azioni ordinarie, il corso dei titoli non scende subito dopo la notizia dell'operazione. Non solo: è possibile un'emissione di Sviluppo in misura di 1:1 rispetto alle ordinarie. Così, chi vuole finanziare un progetto industriale può far arrivare in azienda denaro in quantità assai maggiore

rispetto all'emissione di ordinarie (è quasi impossibile pensare ad aumenti di capitale così importanti). Tutto torna, insomma. L'imprenditore immette risorse fresche in azienda, da utilizzare per progetti di crescita, e lo fa senza indebitare l'impresa e quindi sopportare i costi della leva finanziaria. Gli investitori si assicurano dividendi maggiori e comunque gli stessi diritti dei titolari di ordinarie in caso di Opa. Certo, non possono votare in assemblea. Ma se vogliono esprimere il loro dissenso possono comunque fare una mossa che spesso è più efficace e temuta: vendere i titoli.

© RIPRODUZIONE RISERVATA